

# 推出 QDII 的关键——加强监管

李 海

(厦门大学 经济学院, 福建 厦门 361005)

[摘 要] QDII 指导思想是实现中外合作基金与中国证券市场的良性互动发展, 其合作形式是组建中外合作投资基金, 其核心问题在于能够保证“资本安全”, 做到“兴利避害”。从我国居民手中的金融资产结构、变动趋势分析及资本的外逃现象的产生中来看, 现阶段在我国推出 QDII 制度是非常可行且十分必要的, 关键在于从机制上加强监管。

[关键词] QDII; 资本外逃; 基金监管

[中图分类号] F830.9 [文献标识码] B

2002 年 11 月 5 日, 中国人民银行和中国证监会联合下发了《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》, 标志着合格的境外机构投资者 - QFII (qualified Foreign Institutional Investor) 即将登陆中国证券市场, 掀开了中国证券市场对外开放的新篇章。一时间, QFII (qualified Foreign Institutional Investor) 成为各方议论的焦点。QFII 为外国资本进入我国基金和证券市场开了方便之门, 但资本追逐利润的本质属性, 决定了资本必然是双向流动的。为了实现中外合作基金与我国证券市场的良性互动发展, 我们有必要思考一下与 QFII 相对应的制度——QDII (qualified domestic institutional investor), 即合格的机构投资者赴海外投资制度。所以, 在 QFII 已成为现实的今天, 具有一定前瞻性和必然性的 QDII 制度更应该引起讨论与思考。

## 一、QDII 的内涵

建立 QDII 制度, 其指导思想是实现中外合作基金与中国证券市场的良性互动发展, 其合作形式是组建中外合作投资基金, 其核心问题在于能够保证“资本安全”, 做到“兴利避害”。具体包括以下几个方面:

(一) 扩大投资资金来源, 丰富投资品种, 发掘新的投资渠道, 实现我国资本市场的双向扩容。

(二) 顺应中国总体经济开放大格局的趋势, 在加入世贸组织的大背景下, 充分借鉴国际经验, 积极推进不同形式资本市场对外开放。

(三) 推出 QDII, 有利于 A、B、H 股最终走向统一与接轨, 这是中国资本市场发展的长远目标和趋势, 也是证券市场走向市场化、国际化的必然要求。

(四) 通过这种制度模式, 学习借鉴国际基金管理经验, 为进一步开放证券市场创造条件, 使我国证券投资基金对外开放的节奏、结构与国内经济金融、特别是证券市场的发展水平相适应, 提升证券市场及其国际化对我国经济持续、健康增长的贡献率, 以此使中国证券投资基金业、证券市场及整个经济体制的成长能够真正有效的融入全球化经济并从中受益。

当然, 在股市之外, 投资者可选择市盈率更低, 红利回报更高, 更加成熟规范的市场, 一方面可以减轻外汇储备过高的压力, 另一方面也可以使暗中外流的资金有了合法的投资途径。

## 二、现阶段我国居民资产结构、变动趋势和资本外逃现象的产生

自改革开放 20 多年以来, 我国居民金融资产结构发生了巨大的变化, 各类型资产在居民金融资产中的比重变化出现了不同的特点: 如现金比重从 1980 年的 31.8 % 降至 1999 年的 12.35 %。储蓄有了较大幅度提高, 由 1980 年的 45.8 % 到 1999 年的 61.5 %。国债、股票、其它债券由 1985 年的 5.1 % 到 1999 年的 7.7 %。外币资产虽然比重变化不大, 也从 1985 年的 3.3 % 升至 1999 年的 4.6 %, 但绝对额增长较大, 由 1985 年的 97.2 亿元人民币增长到

[收稿日期] 2003 - 10 - 30

[作者简介] 李海 (1976 - ), 男, 厦门大学经济学院研究生, 研究方向为证券市场、公司理财。

2000 年的 4687.95 亿元。这说明，相当一部分居民 手中持有一定数量的外币资产。详见表 1。

表 1 我国居民个人金融资产存量结构

		1980 年	1985 年	1991 年	1995 年	1999 年	2000 年
现 金	绝对额	277	790.2	2383	6156.15	11397.15	12128.99
	比 重	31.8	27.1	17.5	14.8	12.3	12.2
储蓄存款	绝对额	399.5	1622.6	9110.0	27693.9	56974.7	61476.2
	比 重	0	142.3	685	2135.58	7937.7	66796.40
国 债	绝对额	0	142.3	685	2135.58	7937.76	6796.40
	比 重	0.0	4.9	5.0	5.1	8.6	6.8
股 票	绝对额	0	0	112.6	1074.46	7132.47	8780.67
	比 重	0.0	0.0	0.8	2.6	7.7	8.8
其它债券	绝对额	0	5	419	955.68	774.26	898.65
	比 重	0.0	0.2	3.1	2.3	0.8	0.9
外币资产	绝对额	0	97.2	410.4	1522.77	4264.01	4687.95
	比 重	0.0	3.3	3.0	3.6	4.6	4.7
保 险 准 备 金	绝对额	15	38	80	341.22	1617.83	1860.50
	比 重	1.7	1.3	0.6	0.8	1.7	1.9
其它金 融资产	绝对额	180	220	450	1639	2562	2818
	比 重	20.7	7.5	3.3	3.9	2.8	2.8
合 计	绝对额	871.5	2915.6	13650	41508.76	92660.18	99447.36
	比 重	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源：1980、1985、1991 年存量数据引自吴晓灵等著《新一轮改革中的中国金融》，其余年份见《中国金融年鉴》。

那么，今后我国居民的外币资产的变动趋势又如何呢？

表 2 1992—1999 年我国居民金融资产流量结构（亿元人民币、%）

		1992 年	1993 年	1994 年	1995 年	1996 年	1997 年	1998 年	1999 年
现 金	绝对额	895.7	1169.18	1162.12	546.15	870.06	1362.45	1014.06	1994.43
	比 重	19.38	22.05	14.35	5.87	7.78	11.97	7.92	15.97
储 蓄 存 款	绝对额	2516.4	3071.24	5683.55	7312.71	8190.77	7011.1	8092.04	5986.89
	比 重	54.44	57.93	70.18	78.53	73.21	61.57	63.16	47.93
国 债	绝对额	238.7	216.9	386.56	608.42	1084.94	1813.88	1372.1	1531.26
	比 重	5.16	4.09	4.77	6.53	9.70	15.93	10.71	12.26
股 票	绝对额	174.8	198.04	41.69	22.68	305.68	858.23	765.54	875.37
	比 重	3.78	3.74	0.51	0.24	2.73	7.54	5.98	7.01
其 它	绝对额	431.9	82.93	45	- 231.5	175.45	- 43.48	41.63	84.98
	比 重	9.34	1.56	0.56	- 0.25	1.57	- 4.25	0.32	0.68
债 券 外 币	绝对额	138.9	261.71	390.94	310.82	237.54	344.11	1001.77	1167.82
	比 重	3.01	4.94	4.83	3.34	2.12	3.02	7.82	9.35
保 险 准 备 金	绝对额	52.5	61.56	56.41	90.69	127.28	278.2	298.26	572.87
	比 重	1.14	1.16	0.70	0.97	1.14	2.44	2.33	4.59
其 它	绝对额	173.3	239.9	332.3	443.5	196.7	201.9	226.2	276.4
	比 重	3.75	4.53	4.10	4.76	1.76	1.77	1.77	2.21
合 计	绝对额	4622.2	5301.46	8098.63	9311.82	11188.42	11386.39	12811.6	1249.02
	比 重	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源：《中国金融年鉴》

说明现金等于通货价活期存款，外（汇）币含现钞和存款，股票指融资额，其它金融资产流量是根据存量资料调整后的数值。

由表 2，我们可以得出这一个明显的结论：我国居民外币资产流量比重总趋势处在明显的上升通道中，且提高较快，由 1992 年的 3.01 % 上升到 1999 年的 9.35 %。这说明，推出 QDII 所需的外币资产来自于国内居民，是切实可行的。

但令人深思的是，随着我国居民手中所拥有的外币资产的增加，我国的资本外逃规模也稳步增加。由于我国一直实行比较严格的资本管制，国内居民要将其财富转移到国外只能通过非法手段进行。对于未经管理当局批准或违反有关政策法规的国内资本外流，无论起初动机如何，均应视作资本外流，主要是指以国内投资者为主体的资本非法外移。见表 3。

表 3 1992—2000 年中国外逃的资本规模测算 (CF)

年份	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
COR	102.22	98.49	225.15	249.84	240.82	268.65	292.63	555.8	613.44
BAC	39.47	- 40.05	53.81	- 25.29	31.99	- 106.96	31.11	124.32	123.24
NBO	13.33	14.18	45.06	55.42	25.14	28.74	31.32	65.63	70.84
NM	4.61	12.81	13.95	18.78	21.40	- 22.28	31.26	123.04	32.85
CF	54.06	137.16	140.23	238.5	205.09	324.59	261.46	488.89	386.51

资料来源：《中国统计年鉴》、《中国金融年鉴》

(其中：CF 表示资本外流额；COR 表示资本外流总值；BAC 表示存款货币和银行国外净资产变动数；NBO 表示正常的非银行部门资本外流数；NM 表示数据调整)

这里，需要指出的是尽管外逃的资本并不仅限于外币资产，其动因也多种多样，但国内不完善的金融市场，高昂的交易成本，缺乏合法的对外投资途径，不能不说是其中一个重要原因。因此，及时推出 QDII 更具有现实意义。

三、推出 QDII 的关键是加强监管

QDII 是资本市场的双刃剑，并不是包治百病的良方。对港股和内地股仅从同股同利的角度来看，同样的资金投入，却有着完全不同的红利分配。如此诱惑，加上港股与内地股在股价上的巨大差距，是否将导致 A、B 股股价的下跌及资金的外流，一些参与 A、B 股市场的投资者对此感到忧虑不无道理。而管理层对 QDII 的认识及推出的时间也存在不同的观点。尽管如此，我们不能因噎废食，由于推出 QDII，在现在的市场开放度及政策、法制条件下，我们应该采取渐进式的由封闭式基金向开放式、由契约型基金向公司型过渡的模式，而中外合作基金，首先吸纳的是中国国内（不包括港澳台地区）居民持有的外汇资金，由有实力、有经验的海外基金管理公司或投资机构为我国现有基金管理公司（投资基金）的投资顾问，待我国金融市场进一步开放后，再发展成为由外方参股甚至相对控股的真正的离岸资金，而这些能够成功实施的关键，在于加强对基金的监管。目前，我国的基金市场正处在发展阶段，完整有效的管理体制尚未形成，而 QDII 是投资基金中一项新生事物，在我国目前的体制环境和市场发育阶段上，我们要推出 QDII 制度，应该充分借鉴香港等基金发达地区基金操作的规则，制定适合我国基金业发展，符合世界基金业发展潮流的监管体系。

(一) 成立国家投资基金管理委员会。投资基金单位是一种有价证券，它的发行、上市交易、信息披露都类似于股票。现行《证券投资基金管理暂行办法》已明确赋予了证监会对证券投资基金的监管职能和权限，但是证监会并非政府的唯一代表，

因为《暂行办法》规定我国人民银行对基金业也有检查、稽核和处罚权。况且在证监会内部、行使管理、业务稽核、条法工作等部门是分立的，缺乏一个能集中统一地对投资基金发挥监管作用的机构。因此，可考虑在证监会之下设国家投资基金管理委员会，将基金监管权统一起来。委员会可由证监会牵头，由人民银行、证监会、证监会专家组成，审批基金的设立，监督基金的运作，对违法基金法则的行为给予处罚。

(二) 建立投资基金行业协会。通过行业自律组织和投资基金同业协会的监管去间接管理投资基金，行业自律管理所涉及的主要是基金内和基金之间运作过程中具体的、微观的业务范畴。从国际经验看，世界上大多数国家和地区基金的成长都离不开投资基金行业协会的协调和业务管理。凡是投资基金发达的国家和地区，投资基金行业协会的活动就比较活跃。为使我国基金业尽快纳入规范化的管理体系，尽快缩小基金管理的距离，应研究成立我国投资基金行业自律组织，并明确基金管理的原则、方法、范围和会员的责、权、利界定。

目前，可考虑在我国证券业协会下设立基金业分会，或成立地方性基金同业分会，待条件成熟后扩展为全国统一的投资基金行业分会。

(三) 加强投资基金法规建设和具体监管制度的建设。我国基金业具有自发性，即先由地方自行发起，再由国家颁布法规加以规范和管理。立法的滞后使基金一运作就缺乏规范，也难以按照国际惯例拓展业务。因此，必须在立法上保持一定的超前性，处理好有关法规间的统一和衔接，避免因为立法角度不同而造成有关条款的重复和遗漏。同时，应建立各项具体的监管制度：规范化的报告制度。明确规定基金托管人应向主管部门提供基金业绩报告和托管情况报告、报表和资料的内容、格式和要求，为非现场稽核创造条件。公正的评级制度。信用评估是强化监管的一个重要手段。有关部门（主管行业或基金行业协会）依照评价标准和办法，根据现场稽核与非现场稽核获取的信息，将投资基金的管理状况，管理水平公之于众，这样既有利于投资者行使监督权，也为主管部门对投资基金分类分级监管提供依据。完备的档案制度。系统

保存、记录有关基金成立、稽核和评级结果的资料,完整纪录管理人和托管人执行金融政策和记录的情况,以备考察。严格的处罚制度。要根据各相关法规,制定出详细的处罚标准和科学严密的处罚等级;对其它金融机构违反基金法规行为,没收违法所得,并处以罚款;对于管理人或托管人徇私舞弊,违规操作或经营不善造成基金资产损失的,除予以罚款外,暂停、撤销其基金管理业务资格或托管业务资格;对直接负责的主管人员和其他负责人暂停、撤销其从业资格,并给予行政处分,情节严重的追究法律责任。

(四)完善投资基金的社会监督机制。社会监督机构包括两方面:一是利用审计、会计、法律等中介机构对基金管理人和托管人进行监督,主管部门要加强与这些机构的联系和配合;二是强化投资者的风险意识和自我保护意识,并建立严格的举报制度和查处程序,让投资者有条件实行有效监督,在完备的社会监督机制下,会形成强大的外在压力,促使管理人和托管人修正经营行为。

(五)做好信息披露与投资者监督。作为一种大众化的投资工具,投资者是基金业发展之源,没有投资者的支持,基金业的发展就无从谈起。及时、充分、准确披露基金资产的变动情况及有关重要事项是保护投资者利益的基本要求,投资者为了保障利益,享有对基金管理人进行监督的权力,有

权查阅经理人、投资顾客及信托人有关基金的最新账目,有权适时阅读基金管理公司向投资者提供的中期报告和年度报告;每年通过召开投资人大会,管理人、信托人向投资者作有关基金经营的情况的报告,使投资者了解基金的经营状况,能够有效地行使监督权力。除此之外,投资者的市场行为也发挥着对基金监督的外部作用,在开放式基金中,如果基金经理人经营不利,必将导致基金赎回加剧,投资人大量抽回现金,基金的存在也会难以为继;而在封闭式基金中如果业绩不佳,必然波及基金的二级市场表现,遭投资者抛售。

由此可见,我国推出 QDII 制度利大于弊,但成功与否的关键在于全方位的严格的监管措施的建立与执行。

### [参 考 文 献]

- [1] 甘丽芳.“推出 QDII,利大于弊”[N].中国证券报,2002-04-02.
- [2] 耿志民.论创建合格的外国机构投资者制度[J].金融理论与实践,2001,(11).
- [3] 王付彪,刘建军,金稳涛.香港投资基金监管体系及其启示[J].黑龙江财专学报,1997,(5).
- [4] 黄捍东.我国投资基金监管存在的问题及其对策[J].特区经济,2000,(5).
- [5] 洪伟力.证券监管:理论与实践[M].上海:上海财经出版社,1996.

[责任编辑:潘洪志]

(上接第 81 页)

众所周知的,应尽可能从制度上加以约束和扼制。建议监管当局对一定期限内,股价涨幅巨大,予以一定期限短期停牌,以审查其变化的业绩基础是否真实,并及时向社会公众发布有关信息,让二级市场投资者明了。

上述措施可能会使股市的“活性”不够,但是应当认识到,它抑制的是包括将来国际炒家在内的投机“活性”,增强的是投资基础,是利而不是有害。如果普通投资者在股市投资收益大于或等于储蓄存款收益,不仅不会操心储蓄存款的入市问题,还将会成为有关方面所期盼的我国股市与信贷资金之间的健康联系机制。

## 四、其他建议

1. 市值配售不应视为权宜之计。按流通市值配售新股,是我国股市作为新兴市场的特色之一,它的实行有利于最大限度地保护二级市场中小投资者利益,维护股市运行基础的稳定。因此,不应视

为权宜之计,应当长期坚持下去。建议以 100 股而不是 1000 股为配售单位,以便在更大范围和程度上维护众多中小散户利益。

2. 上市公司应以行业优秀企业代表为建设方向。市场在这方面应有更为简捷的专门信息披露。笔者建议在市场交易显示屏上,不完全以代码顺序公布上市公司名录,而是分别以上一年度业绩(与同行业比较)“优秀”、“持平”及“低下”三个板块,公布上市公司名录;或给优秀企业另戴一顶帽子,以示业绩区别,最大限度地信息披露方面为普遍投资者指明投资方向。

3. 以重罚上市公司有关责任人员的方式,切实保证上市公司业绩真实性监管威力。上市公司业绩造假,直接损害的是第三者利益,根本损害的是国民经济诚信基础。从当前的实际情况看,重点监管对象,一是股价市盈率过高的公司;二是所谓的“一分钱”业绩公司。监管部门自身力量不足,可以委托社会力量协助。

[责任编辑:浩然]